

Милена МОМЧИЛОВ*
Институт за упоредно право
Београд

УДК 339.7
DOI: 10.5937/adpn2401103M
Прегледни рад

Ана КНЕЖЕВИЋ БОЈОВИЋ**
Институт за упоредно право
Београд

РЕЗЕРВИСАНИ СОПСТВЕНИ УДЕО И ФИНАНСИЈСКИ ИНСТРУМЕНТ – ПРАВО НА СТИЦАЊЕ УДЕЛА: МЕХАНИЗМИ ЗА РЕАЛИЗАЦИЈУ ESOP-А У РЕПУБЛИЦИ СРБИЈИ

Сажетак

*Увођење запослених у власништво над послодавцем у Републици Србији је до 2020. године било битно ограничено. Изменама Закона о привредним друштвима уведена је могућност укључивања запослених у власништво над друштвом са ограниченом одговорношћу, када се по први пут стварају правни услови за реализацију ESOP – а у контексту ове правне форме привредног друштва. Предмет овог рада је анализа правних института резервисаног сопственог удела и финансијског инструмента – права на стицање удела. Реч је о институтима уведеним поменутиим законским изменама из 2020. године, а са циљем омогућавања реализације идеје укључивања запослених у власништво над послодавцем – друштвом са ограниченом одговорношћу. Анализом поменутих института, ауторке настоје да уоче позитивне и негативне стране релативно новоуведене регулативе, те сугеришу и евенулане *de lege ferenda* корекције, а ради омогућавања несметаног и успешног функционисања замишљеног аранжмана.*

* Ауторка је истраживачица – приправница на Институту за упоредно право. Електронска адреса ауторке: m.momcilov@iur.rs

** Ауторка је виша научна саветница на Институту за упоредно право. Електронска адреса ауторке: a.bojovic@iur.rs

Кључне речи: резервисани сопствени удео, финансијски инструмент – право на стицање удела, ESOP аранжман, власништво запослених, друштво са ограниченом одговорношћу, Закон о привредним друштвима.

1. УВОДНА РАЗМАТРАЊА

Увођење запослених у власничку структуру привредних друштава корисно је средство њиховог дугорочног везивања за послодавца, те подстицања да што адекватније извршавају своје радне обавезе. Уместо да на послодавца гледају као на субјекта чији су интереси оличени у максимизацији профита, а супротстављени њиховим интересима остваривања што виших зарада, запослени који су истовремено чланови привредног друштва у којем су ангажовани, своје интересе приближавају интересу свог послодавца.¹

Програм подстицања власништва запослених (енгл. *Employee Stock Ownership Plan*, ESOP) представља тренд који потиче из Сједињених Америчких Држава.² Временом је, међутим, овај тренд почео да се шири и на земље континенталне Европе.³ Глобално гледано, познати су различити модели укључивања запослених у власништво над привредним друштвом, а сваки од њих инспирисан је истом идејом - везивање запослених за послодавце и њихово стимулисање у правцу што бољег делања на раду и у вези са радом.⁴ Ипак, значајно је нагласити да у Европи не постоји јединствени модел реализације

¹ Niels Mygind and Thomas Poulsen, „Employee ownership – pros and cons – a review“, *Journal of Participation and Employee Ownership*, Vol. 4 No. 2, 2021, 139; О утицају ESOP-а на понашање запослених, видети Sesil James C. et al. “Broad-Based Employee Stock Options in the U.S. - Company Performance and Characteristics” *Management Revue*, Vol. 18, No. 1, 2007, p. 21.

² European Federation of Employee Share Ownership, A Generic ESOP. Employee Share Plan For Europe, <https://www.efesonline.org/LIBRARY/2020/A%20Generic%20ESOP%20Employee%20Share%20Plan%20for%20Europe.pdf> 15/12/2023.; О разлозима популарности ESOP аранжмана видети Myron S.Scholes and Mark A. Wolfson, *Employee Stock Ownership Plans and Corporate Restructuring: Myths and Realities*, Working Paper 3094, National Bureau of Economic Research, Cambridge 1989, p.2.

³ Erik Poutsma et al. “Employee share schemes in Europe: The influence of US multinationals”, *Management Revue*, Vol. 16, No. 1, pp. 104-110; Nicolae Voiculescu, "Financial Employees Participation in Enterprises and the Requirements of a Real Democracy at Work," *Conferinta Internationala de Drept, Studii Europene si Relatii Internationale* No. 6, 2018, p. 195.

⁴ Nicolae Voiculescu, "Financial Employees Participation in Enterprises and the Requirements of a Real Democracy at Work," нав. дело, p. 194; О утицају ESOP-а на продуктивност запослених видети. Derek C. Jones and Takao Kato, „The Productivity Effects of Employee Stock-Ownership Plans and Bonuses: Evidence from Japanese Panel Data“, *The American Economic Review*, Vol. 85, No. 3, 1995, pp. 394-395.

идеје радничког власништва; уједно, на сам модел значајно утичу и одредбе националног права које се односе на привредна друштва. У континенталноправним системима се тако појављују различити прилагођени модели задружног организовања кроз које се спроводи идеја власништва радника над послодавцем, а као нарочито значајни се издвајају модели присутни у Француској, Италији и Шпанији.⁵ У државама у окружењу, попут Словеније, не само да је покренута иницијатива, већ се и у пракси спроводи прилагођени модел задруге која има улогу ESOP –а.⁶

Предмет овог рада огледа се у анализи ESOP модела у праву Републике Србије. У раду ће бити приказана анализа стања у српском позитивном праву по питању укључивања запослених у власништво над послодавцем. Истражује се и критички испитује домаћи, релативно нови, а, чини се, недовољно теоријски обрађиван позитивноправни режим укључивања запослених у власништво над друштвом са ограниченом одговорношћу – послодавцем, оличен у институтима резервисаног сопственог удела, те финансијском инструменту – праву на стицање удела, уведеним изменама Закона о привредним друштвима из 2020. године.⁷ Ауторке приказују детаљну критичку анализу нововведених компанијскоправних института, а све у светлу значаја који власништво запослених над послодавцем има за привредно друштво - послодавца, његове запослене, али и ширу друштвену заједницу.

2. УКЉУЧИВАЊЕ ЗАПОСЛЕНИХ У ВЛАСНИШТВО НАД ПОСЛОДАВЦЕМ

Идеја укључивања запослених у власништво над привредним друштвом - послодавцем последица је спознаје значаја омогућавања запосленима да учествују у доношењу одлука у привредном друштву у којем у радно ангажовани.⁸ Питање реализације поменуте идеје у

⁵ Niels Mygind, "Overcoming barriers of employee ownership in France, Italy, Spain, the UK and the US", *Journal of Participation and Employee Ownership*, Vol. 6, No. 3, 2023, pp. 233-263 .

⁶ David Ellerman et al. *European ESOP: The main structural features and pilot implementation in Slovenia*, Institute for economic democracy, Ljubljana 2022, pp. 13-14.

⁷ Напомена: Закон о изменама и допунама Закона о привредним друштвима усвојен је 23. децембра 2019. године. У раду се, међутим, овај Закон означава као „измене из 2020. године“, имајући у виду да су измене и допуне закона које се односе на институт резервисаног сопственог удела и финансијског инструмента – права на стицање удела ступиле на снагу 1. априла 2020. године.

⁸ Erik Poutsma, *Recent trends in employee financial participation in the European Union*, Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg, 2001, pp. 6-8.

последњим деценијама постало је веома актуелно, нарочито у државама са високим степеном привредног развоја.⁹ Постало је јасно да је интересе запослених корисно приближити интересима послодавца.¹⁰ Ово у циљу њиховог већег стимулисања да своје радне обавезе извршавају што адекватније, водећи рачуна о интересима послодавца а не само о својим тренутним интересима.

Схватило се да се тако постављени циљ може остварити механизмом укључивања запослених у доношење одлука у друштву – послодавцу. Један од начина да се запосленима омогући да учествују у доношењу пословних одлука у друштву у којем су ангажовани огледа се у њиховом укључивању у власништво над послодавцем.¹¹ Значај увођења запослених у власничку структуру над послодавцем је вишеструк и може се посматрати и анализирати са више различитих аспеката.¹²

Прво, стицањем дела власништва над послодавцем, запослени мењају своју позицију, те почиње другачије да доживљавају привредно друштво у којем су радно ангажовани. Пре стицања учешћа у основном капиталу послодавца, спону између запосленог и послодавца представља уговор о раду којим се дефинишу њихова узајамна права и обавезе. *Ratio* из којег су запослени мотивисани да извршавају обавезе из радног односа огледа се у остваривању права на зарadu. Иако би се неуспешно пословање те евентуални стечај послодавца неспорно негативно одразили на запослене (престанак радног односа), непостојање „дубље повезаности“ учинило би да запослени лакше „преболе“ престанак постојања свог послодавца.¹³ Такође, ни за време

⁹ Park Sangsoo and Moon H. Song, “Employee Stock Ownership Plans, Firm Performance, and Monitoring by Outside Blockholders” *Financial Management*, Vol. 24, No. 4, 1995, p. 52.

¹⁰ О начину на који укључивање запослених у власништво над послодавцем утиче на понашање запослених видети у Katherine J. Klein, „Employee Stock Ownership and Employee Attitudes: A Test of Three Models“, *Journal of Applied Psychology Monograph*, Vol. 72, No. 2, 1987, p. 320 и даље.

¹¹ Поред радничког акционарства, као вид укључивања запослених у процес доношења одлука у привредним друштву треба поменути и партиципацију запослених. О овоме више видети у Снежана Лакићевић, „Радничко акционарство и партиципација“, *Правни записи*, Правни факултет Универзитета Унион у Београду, Београд, бр. 2/2016, стр. 371; О различитим облицима власништва запослених над привредним субјектима такође видети Niels Mygind and Thomas Poulsen, „Employee ownership – pros and cons – a review“, нав дело, pp. 137-138

¹² О разлозима популарности ESOP-а, видети у Joel Hobbs, “Employee Stock Ownership Plans (ESOPs), Including S Corporation ESOPs and Anti Abuse Measures”, *Internal Revenue Service Tax Exempt and Government Entities*, <https://docplayer.net/11275187-Chapter-8-esops-chapter-8-employee-stock-ownership-plans-esops-including-s-corporation-esops-and-anti-abuse-measures.html> 10/12/2023.

¹³ О престанку радног односа као правној последици отварања стечајног поступка, видети у Вук Радовић, *Стечајно право*, књига прва, Београд, бр. 12/2017, стр. 613 и даље; Александра Вишекруна, „Радни односи у стечају“, *Годишњак факултета правних наука*, Паневропски

успешног и ликвидног пословања друштва, интереси његових запослених нису у потпуности компатибилни са интересима послодавца и његових власника.¹⁴

Друго, укључивање запослених у власништво над послодавцем корисно је и са аспекта самих запослених. Поред тога што им за извршавање радних обавеза припада право на зараду, запосленима који су истовремено и власници друштва у којем раде припада још један извор прихода – право на исплату дивиденде.

Треће, запослени са истовременим својством власника привредног друштва – послодавца, добрим пословним резултатима (на чије остваривање су подстакнути чином укључивања у власништво над послодавцем) утичу на успешност пословања друштва у којем раде, те самим тим и на његов опстанак на тржишту.¹⁵ Неколико студија показало је да продуктивност привредног субјекта расте када запослени не само учествују у власништву над привредним субјектом, већ и имају одређена права везана за управљање њиме.¹⁶

Престанак постојања послодавца неминовно повлачи за собом негативне последице како по власнике друштва, тако и по остале запослене, те читаву привреду једне земље. Другим речима, незапосленост представља негативу појаву како на микронивоу (са аспекта конкретних лица која су остала без радног места), тако и на макронивоу (са аспекта државе у којој, престанком постојања друштва – послодавца, стопа незапослености расте, што даље оптерећује државни буџет обавезама исплате накнада за случај незапослености). Истраживања су потврдила да радничко власништво над привредним субјектима доприноси стабилности посла.¹⁷

универзитет Апеирон, Бања Лука, бр. 6(6)/2016, 195-205; О могућностима да запослени постану власници привредног друштва у стечају или друштва коме прети стечај, кроз посебне моделе задружног власништва, видети у Теј Гонза ет ал. „Marcora for Europe: How Worker-Buyouts Might Help Save Jobs and Build Resilient Businesses“, *European State Aid Law Quarterly (ESTAL)*, No. 1, 2021, pp. 66 и даље.

¹⁴ О проблему сукобљености интереса између друштва, његових чланова и менаџмента, са једне стране, и других носилаца ризика пословања друштва (међу којима су и запослени), са друге стране, вид. Небојша Јовановић и др., *Компанијско право*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, 2021, стр. 419-420.

¹⁵ У неким анализама се, пак, показало да укључивање запослених у власништво нема за последицу повећање профитабилности друштва – послодавца. Видети Thomas D. Livingston and James B. Henry, “The Effect of Employee Stock Ownership Plans on Corporate Profits” *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. 47, No. 3, 1980, pp. 501-502.

¹⁶ Niels Mygind and Thomas Poulsen, „Employee ownership – pros and cons – a review“, нав. дело, р. 146.

¹⁷ Niels Mygind and Thomas Poulsen, „Employee ownership – pros and cons – a review“, нав. дело, р. 148; Niels Mygind, „Overcoming barriers of employee ownership in France, Italy, Spain, the UK and the US“, нав. дело, р. 243.

Четврто, ESOP аранжмани представљају погодне механизме за решавање проблема сукцесије пословања малих (најчешће породичних) компанија.¹⁸ Другим речима, оснивачи малих и средњих предузећа често користе ESOP као погодан механизам преноса власништва над својом породичном компанијом.¹⁹ Тако, након што донесу одлуку о престанку пословања, власници (оснивачи) породичних компанија продају своје уделе запосленима односно члановима управе најзаслужнијим за напредак њиховог предузећа.²⁰

3. НАЧИН РЕАЛИЗАЦИЈЕ ПЛАНА УКЉУЧИВАЊА ЗАПОСЛЕНИХ У ВЛАСНИШТВО НАД ПОСЛОВАВЦЕМ

Реализација плана укључивања запослених у власништво над привредним друштвом – послодавцем подразумева предузимање читавог низа мера како би се запослени подстакли да приступе власничкој структури свог послодавца.²¹ Другим речима, запослени су заинтересовани за стицање својства власника над послодавцем једино уколико су услови стицања повољнији у односу на услове који иначе важе за трећа лица (потенцијалне стицаоце капитал учешћа).

Прво, пожељно је да цена по којој запослени стичу уделе односно акције у привредном друштву – послодавцу буде нижа у односу на тржишну цену, или да постоје модели финансирања којима се подстиче или олакшава раднично власништво. Запосленима, наиме, мора да се исплати инвестирање у основни капитал друштва – послодавца, односно морају да буду нарочито подстакнути да стичу учешће.

¹⁸ О породичним привредним друштвима, видети више у Александра Вишекруна, „Особености корпоративног управљања у породичним друштвима“, *Право и привреда* Удружење правника у привреди Републике Србије и Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, бр. 57(4-6)/2019, 364-367; Као механизам за решавање питања сукцесије породичних компанија, ESOP се најчешће користи у САД. Видети у Joseph Blasi et al. „An assessment of employee ownership in the United States with implications for the EU“, *The International Journal of Human Resource Management*, No. 14(6), 2003, pp. 905-906.

¹⁹ Видети Tej Gonza et al. „Mancora for Europe: How Worker-Buyouts Might Help Save Jobs and Build Resilient Businesses“, нав. дело, р. 62 и даље; Tej Gonza and David Ellerman, „Using ESOPs to Democratize Labor-Based Platforms“, *Challenge*, Vol. 65, No. 1-2, 2022, p. 39.

²⁰ Видети Joseph Blasi et al. „Broad-based employee stock ownership and profit sharing: History, evidence, and policy implications“, *Journal of Participation and Employee Ownership*, Vol. 1, No. 1, 2018, p. 39.

²¹ Генерално, о начину функционисања ESOP аранжмана, видети Transactional Law Clinic Collaborative, ESOPS, <https://www.wcl.american.edu/academics/experientialedu/clinical/theclinics/elc/tlcc/for-businesses-nonprofits/esops-info-sheet/> 10/12/2023; National Center for Employee Ownership, *How an Employee Stock Ownership Plan (ESOP) Works*, <https://www.nceo.org/articles/esop-employee-stock-ownership-plan> 10/12/2023.

Један од стимуланса је повољнија цена удела односно акција. Тако, без повољније цене нема ни успешне реализације модела укључивања запослених у власништво над послодавцем. Друга могућност је развијање посебних модела кроз које било само друштво, било банке, омогућавају запосленима да плате цену удела у власништву над привредним субјектом.

Даље, поред погодности у виду нижих цена удела односно акција, за успешну реализацију плана укључивања запослених у власништво често су потребне и одређене пореске погодности.²² Другим речима, повољнији порески третман стимулише запослене да приступају власништву над послодавцем.²³

Најзад, како би план увођења у власништво стимулисао запослене да се више ангажују у правцу остваривања што бољих пословних резултата послодавца, неопходно је да стицање односно задржавање капитал учешћа буде на одређени начин условљено. Упоредноправни ESOP модели на различите начине условљавају стицање односно задржавање капитал учешћа запослених у друштву – послодавцу. Услови су најчешће темпорални (трајање радног односа одређени временски период), док се са друге стране често могу срести и услови учинка (остваривање одређених пословних резултата у друштву – послодавцу).²⁴

Поред суштинских услова о којима је до сада било речи, успешна реализација ESOP модела нужно зависи и од комплексности процедуре увођења запослених у власништво над друштвом – послодавцем. Наиме, правни институти који омогућавају остваривање ESOP аранжмана не смеју бити претерано компликовани, а сам процес укључивања не сме трајати сувише дуго. Супротна решења дестимулисала би како запослене, тако и послодавце да у такав аранжман улазе, те би у таквим околностима институционализација ESOP модела представљала ништа друго до мртвог слова на папиру.

Након свега до сада истакнутог, могло би се рећи да успешна реализација плана укључивања у власништво зависи од од више фактора.

²² Ипак, постоје правни системи у којим се ESOP модел не темељи на пореским погодностима. Такав је, на пример, случај са јапанским правом. Видети у Derek C. Jones and Takao Kato, „The Productivity Effects of Employee Stock-Ownership Plans and Bonuses: Evidence from Japanese Panel Data“, нав. дело, р. 392.

²³ Иако пореске погодности могу бити важни стимуланси за улазак запослених у ESOP аранжмане, у овом раду, имајући у виду области експертизе ауторки, о пореским погодностима неће бити речи.

²⁴ Milan Marinković, *Participacija zaposlenih u vlasništvu kompanije: Vodič za ESOP strukture u Republici Srbiji. Finansijski instrument – pravo na sticanje udela*, <https://startup.gov.rs/wp-content/uploads/2023/06/Vodic-za-ESOP-strukture-u-Republici-Srbiji.pdf> 5/12/2023.

Закључак је да правни режим ESOP аранжмана у правном систему сваке земље треба да буде одраз баланса између лакоће реализације и вођења рачуна о стимулацији запослених на лојалност и добре пословне резултате, што представља и кључну идеју на којој ESOP почива.

4. ESOP У ПРАВУ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ

4.1. Опште напомене

У Републици Србији је могућност реализације идеје о укључивању запослених у власништво над привредним друштвом све до недавно била битно ограничена.²⁵ Наиме, укључивање запослених у власништво до измена Закона о привредним друштвима из 2020. године било је резервисано само за акционарска друштва. У Републици Србији, пак, број акционарских друштава многоструко је мањи од броја друштава са ограниченом одговорношћу, те је самим тим и реализација ESOP – а била практично искључена.²⁶ Другим речима, у Србији се привредна друштва претежно оснивају и функционишу у форми друштва са ограниченом одговорношћу, а српско пословно право до законских измена које су на снагу ступиле 2020. године није садржало правни оквир који би омогућавао реализацију ESOP програма у контексту ове форме привредног друштва.²⁷ Уз то, српско право познавало је, а и даље познаје, строга ограничења у погледу могућности да привредно друштво даје финансијску подршку као што су зајмови, гаранције, јемства и слично својим запосленима.²⁸ Последишно,

²⁵ Једина могућност да запослени стекну уделе у свом послодавцу огледала се у класичној куповини удела (на основу уговора закљученог са чланом друштва - послодавца). Ипак, проблем се огледао у томе што до поменутих законских измена српско право није познавало аранжман који би запосленима омогућио стицање власништва у доо – у (послодавцу) под повлашћеним условима, а који би их истовремено и стимулисао да што квалитетније делају. Видети Адвокатска канцеларија Пекић, *Право на стицање удела у Србији (енг. Vesting)*, <https://attorney.rs/cp/vesting-esop-u-srbiji-pravo-na-sticanje-udela/> 5/12/2023.

²⁶ Према неким подацима, у форми акционарских друштава послује свега око 1% свих активних привредних друштава - Milošević Law Firm, *Nemo postojanje akcionarskih društava u Srbiji*, <https://milosevic-law.rs/nemo-postojanje-akcionarskih-drustava-u-srbiji/>, 16/1/2024; О предностима и недостацима ове правне форме привредног друштва, видети у Arnold J. Goldman and William D. Digismond, *Business Law: Principles and Practices*, South-Western Cengage Learning, 2011, pp. 439-440; Roger LeRoy Miller, Frank B. Cross, *Business Law - Alternate Edition: Text and Summarized Cases 2*, South-Western Cengage Learning, 2013, p. 684.

²⁷ Образложење нацрта Закона о изменама и допунама Закона о привредним друштвима, <https://privreda.gov.rs/sites/default/files/documents/2021-08/OBRAZLOZENJE-NACRTA-ZAKONA-O-IZMENAMA-I-DOPUNAMA-ZAKONA-O-PRIVREDNIM-DRUSTVIMA.pdf> 1/12/2023.

²⁸ Члан 154. Закон о приредним друштвима, *Службени гласник РС*, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014 - др. закон, 5/2015, 44/2018, 95/2018, 91/2019 и 109/2021; О разлозима за и против увођења

спровођење ESOP модела у којима само друштво кредитира запослене да стекну удео у друштву било би супротно закону.

Са друге стране, Закон о привредним друштвима познавао је могућности укључивања запослених у власништво над акционарским друштвима, под строго регулисаним условима. Разуме се, укључивање запослених у власништво над послодавцем – акционарским друштвом могуће је и данас, те се законским изменама по том питању ништа није променило.²⁹

Април 2020. године српском позитивном праву донео је законодавне измене које су створиле правне услове за реализацију програма укључивања запослених у власништво послодавца и у контексту друштава са ограниченом одговорношћу као најдоминантније правне форме.³⁰ У даљем тексту ауторке критички анализирају поменуте законске измене, уз сугерисање *de lege ferenda* корекција.

забране пружања финансијске подршке, видети у Вук Радовић, „Пружање финансијске подршке за стицање својих акција“, *Правни живот*, Удружење правника Србије, Београд, бр. 12/2017, стр. 199-206.

²⁹ Први начин укључивања запослених у власништво над послодавцем огледа се у институту условног повећања основног капитала, те издавању опција за стицање акција. Тако, акционарска друштва могу закључивати опцијске уговоре са својим запосленима - Лазар Стојковић, *Опције на акције – зашто стартапи дају уделе запосленима и како то функционише?* <https://startit.rs/opcije-na-akcije-zasto-startapi-daju-udele-zaposlenima-i-kakoto-funkcionise/> 10/12/2023; На основу ових финансијских инструмената, запослени, као њихови имаоци, могу одређеног дана, односно у одређеном року остварити своје право на стицање власништва у друштву – послодавцу, тако што ће исплатити унапред дефинисану цену акција. Акционарско друштво својим запосленима (имаоцима акцијских опција) омогућава остваривање права на куповину акција условним повећањем основног капитала. Уколико запослени одлуче да стекну акције, биће у обавези да унесу улог у друштво (да исплате унапред уговорену цену), такон чега ће се код Централног регистра приступити упису нових акција на име запослених. Друга правна могућност остваривања радничког акционарства огледа се у додели запосленима акција које је друштво претходно стекло од својих акционара (расподела стечених сопствених акција). За разлику од реализације права из акцијских опција које нужно прати повећање основног капитала, расподела сопствених акција запосленима не захтева никакве промене у оквиру постојећег основног капитала друштва. Нажалост, истраживања показују да је стицање сопствених акција ради доделе запосленима односно награђивања менаџмента реткост на домаћем тржишту. Видети у Душан Јоксимовић и др. „Стицање сопствених акција у Србији: мотиви и ефекти“, *Анали Економског факултета Суботици*, Економски факултет у Суботици, Суботица, бр. 33/2015, стр. 406.

³⁰ Идеја законских измена огледа се у омогућавању друштвима са ограниченом одговорношћу да подстакну своје запослене да што боље делају. Видети у *Образложење нацрта Закона о изменама и допунама Закона о привредним друштвима*, <https://privreda.gov.rs/sites/default/files/documents/2021-08/OBRAZLOZENJE-NACRTA-ZAKONA-O-IZMENAMA-I-DOPUNAMA-ZAKONA-O-PRIVREDNIM-DRUSTVIMA.pdf> 1/12/2023.

4.2. Измене закона о привредним друштвима и стварање правних услова за реализацију ESOP модела у Републици Србији

4.2.1. Начелна разматрања

Више пута поменути изменама Закона о привредним друштвима из 2020. године, српско компанијско право институционализовало је ESOP аранжман у контексту друштава са ограниченом одговорношћу. Увођење ESOP-а у српско позитивно компанијско право значајно је из свих разлога у којима је у претходним одељцима већ било речи, а његов додатни значај огледа се у могућностима које он пружа стартаповима.³¹ Наиме, у моменту оснивања, ова друштва не поседују довољно финансијских средстава. Ова чињеница, између осталог, имплицира и нижи степен заинтересованости запослених да адекватно обављају своје радне задатке. Један од начина да они буду стимулирани на радни ангажман у таквој компанији јесте извесно ишчекивање да ће се њихов послодавац у што краћем року развити и напредовати. Међутим, до тог момента, механизам који одржава запослене у радном односу код стартапа јесте механизам њиховог укључивања у власништво над послодавцем. Стицањем својства власника, запослени постају стимулирани да раде у најбољем интересу компаније, а њиховим адекватним делањем, последично, скраћује се рок развоја и напредовања стартап компаније.³² Имајући у виду чињеницу да Србија има веома развијену ИТ индустрију, где су стартапови чести, не изненађује чињеница да је законодавац институционализацију ESOP аранжмана образложио, између осталог, и потребама ИТ индустрије.³³

Изменама из 2020. године у домаће компанијско право уведена су два института: резервисани сопствени удео и финансијски инструмент – право на стицање удела. Детаљнија анализа института резервисаног сопственог удела, те поменутог финансијског инструмента, као и целокупног поступка реализације ESOP-а биће приказана у наставку.

³¹ Стартап (енгл. *start-up*) је новоосновано привредно друштво или предузетник који развија иновативни производ или услугу и који има потенцијал брзог и великог раста. Чл. 22, Закон о иновационој делатности, *Службени гласник РС*, бр. 129/2021.

³² *Образложење нацрта Закона о изменама и допунама Закона о привредним друштвима*, <https://privreda.gov.rs/sites/default/files/documents/2021-08/OBRAZLOZENJE-NACRTA-ZAKONA-O-IZMENAMA-I-DOPUNAMA-ZAKONA-O-PRIVREDNIM-DRUSTVIMA.pdf> 1/12/2023.

³³ Исто.

4.2.2. Резервисани сопствени удео као прва фаза реализације ESOP-а у Србији

4.2.2.1. Појам

Резервисани сопствени удео представља удео у капиталу друштва са ограниченом одговорношћу, који припада самом том друштву, који је бестеретно стечен од чланова тог друштва, а у циљу емитовања једног или више финансијских инструмената – права на стицање удела.³⁴ Из приказане дефиниције може се извући неколико закључака.

Прво, резервисани сопствени удео друштво стиче бестеретно од својих чланова. Дакле, није допуштено плаћање члановима накнаде за (резервисани сопствени) удео који друштво од њих стиче. Друго, сврха стицања резервисаног сопственог удела огледа су у издавању финансијског инструмента – права на стицање удела. Дакле, друштву је онемогућено формирање резервисаног сопственог удела зарад постицања неких других циљева. Треће, стицањем резервисаног сопственог удела, друштво постаје један од власника свог капитала.

4.2.2.2. Доношење одлуке о формирању резервисаног сопственог удела – надлежност и поступак

Прва фаза у поступку увођења запослених у власништво над друштвом са ограниченом одговорношћу огледа се у формирању резервисаног сопственог удела.³⁵ Формирање резервисаног сопственог удела је поступак који иницира друштво са ограниченом одговорношћу – послодавац, а коначно га реализује Агенција за привредне регистре (АПР, у даљем тексту Агенција), чија овлашћена лица врше регистрацију резервисаног сопственог удела.

Први корак у правцу формирања резервисаног сопственог удела огледа се у доношењу одлуке о стицању. Њу доноси скупштина друштва – послодавца. Скупштина ову одлуку доноси двотрећинском већином од укупног броја гласова свих чланова тог друштва.³⁶ Имајући у виду да одлука о стицању резервисаног сопственог удела представља важну одлуку за само друштво, законодавац је за њено доношење

³⁴ Чл. 159а, ст. 1 Закона о привредним друштвима.

³⁵ О институту резервисаног сопственог удела, видети Небојша Јовановић и др. *Компанијско право*, нав. дело, стр. 382-383.

³⁶ Чл. 159а, ст. 6, у вези са чл. 211, ст. 2, тач. 6 Закона о привредним друштвима.

прописао већу већину у односу на уобичајену која је потребна за доношење највећег броја скупштинских одлука.³⁷

Иако се, како је већ наведено, резервисани сопствени удео формира из удела чланова друштва, ипак, он не може бити формиран из удела било којих чланова, већ искључиво из удела оних чланова који су гласали за доношење одлуке о стицању.³⁸ *A contratio*, удели чланова друштва који нису били сагласни са стицањем не могу послужити за формирање резервисаног сопственог удела. Уз то, резервисани сопствени удео може бити формиран искључиво на основу оних удела који су у потпуности уплаћени односно унети.³⁹ Дакле, удели по основу којих се формира резервисани сопствени удео морају кумулативно испуњавати два услова. Прво, да припадају члановима који се слажу са доношењем одлуке о формирању резервисаног сопственог удела, и друго, да је реч о уделима за које су њихови чланови у целисти унели односно уплатили своје улоге.

Други корак у фази формирања резервисаног сопственог удела огледа се у његовој регистрацији. По доношењу скупштинске одлуке о стицању резервисаног сопственог удела, друштво иницира поступак његове регистрације који се спроводи код Агенције. Уз захтев за регистрацију, друштво је дужно да Агенцији поднесе и претходно донету скупштинску одлуку. Изузетно, уколико се из скупштинске одлуке не може јасно видети који члан је са таквом одлуком био сагласан, друштво је дужно да Агенцији достави и изричит писмени пристанак (изјаву) чланова из чијих ће удела бити формиран резервисани сопствени удео.⁴⁰ Имајући у виду да се резервисани сопствени удео може формирати само из удела оних чланова који су на седници скупштине гласали за доношење одлуке, законодавац је услов доношења поменуте изричите изјаве о пристанку прописао ради очувања правне сигурности, те сигурности чланова који се слажу односно не слажу са донетом скупштинском одлуком.

Поступајући по захтеву друштва, а уз испуњење свих формалних и материјалних услова о којима је било речи, Агенција ће извршити регистрацију резервисаног сопственог удела. Чин регистрације има конститутивно дејство, што значи да друштво не постаје власник

³⁷ Исто, чл. 211, ст. 1.

³⁸ Исто, чл. 159а, ст. 8.

³⁹ Исто, чл. 159а, ст. 7.

⁴⁰ Milan Marinković, Participacija zaposlenih u vlasništvu kompanije: Vodič za ESOP strukture u Republici Srbiji. Finansijski instrument – pravo na sticanje udela, <https://startup.gov.rs/wp-content/uploads/2023/06/Vodic-za-ESOP-strukture-u-Republici-Srbiji.pdf> 5/12/2023.

сопственог резервисаног удела моментом доношења скупштинске одлуке, већ моментом уписа код Агенције за привредне регистре.

4.2.2.3. Правни режим стеченог резервисаног сопственог удела

Регистрацијом резервисаног сопственог удела, друштво постаје власник дела свог капитала. Ипак, правни режим резервисаног сопственог удела разликује се од општег режима под који потпадају удели чланова друштва. Прво, за време док су „у режиму“ резервисаних сопствених удела, удели привредног друштва не дају свом имаоцу (друштву) право гласа.⁴¹ Друго, резервисани сопствени удео не даје право на дивиденду.⁴² Треће, друштву је забрањено да резервисани сопствени удео даје у залог, да га отуђи, односно да њиме на било који други начин располаже.⁴³ Четврто, законом је прописан максимум учешћа резервисаног сопственог удела у основном капиталу друштва, тако што он не сме прећи 40% учешћа у основном капиталу.⁴⁴

4.2.3. Финансијски инструмент – право на стицање удела као друга фаза реализације ESOP-а у Србији

4.2.3.1. Појам и основне карактеристике

Како је претходно већ поменуто, једина сврха формирања резервисаног сопственог удела огледа се у омогућавању издавања финансијског инструмента – права на стицање удела. Стога, емисија овог финансијског инструмента представља другу фазу у правцу реализације ESOP-а у Републици Србији.

Наиме, пошто друштво стекне резервисани сопствени удео, отворен је пут уласка у другу фазу поступка, а која се огледа у издавању

⁴¹ Чл. 159б, ст. 1 Закона о привредним друштвима; Уз то, резервисани сопствени удели не узимају се у обзир приликом утврђивања постојања кворума за одлучивање на скупштинским седницама (чл. 159б, ст. 1 Закона о привредним друштвима).

⁴² Чл. 159б, ст. 2 Закона о привредним друштвима; Суспензија права на учешће у добити наступа моментом „преласка“ удела у режим резервисаног сопственог удела.

⁴³ Разлог томе огледа се у јединој намени којој резервисани сопствени удео служи, а која се огледа у емитовању финансијских инструмената – права на стицање удела, те у крајњој линији омогућавању запосленима да под повлашћеним условима постану власници дела основног капитала друштва.

⁴⁴ Чл. 159а, ст. 5 Закона о привредним друштвима; Треба напоменути да друштво може формирати и више резервисаних сопствених удела (чл. 159а, ст. 4). Ипак, учешће свих резервисаних сопствених удела у сваком датом тренутку заједно не сме премашити прописани максимум.

финансијског инструмента – права на стицање удела.⁴⁵ Закон о привредним друштвима право на стицање удела дефинише као „непреносиви финансијски инструмент који издаје друштво с ограниченом одговорношћу, а који сагласном имаоцу даје право на стицање удела одређеног дана (дан доспећа) по одређеној цени“.⁴⁶ Из тако постављене дефиниције може се извући пар закључака, а истовремено и, чини се, критика.

Прво, право на стицање удела је по својој правној природи финансијски инструмент. У вези са овим потребно је напоменути следеће. Регулисање финансијских инструмената представља метерију Закона о тржишту капитала. Закон о тржишту капитала не дефинише сваку врсту финансијског инструмента засебно, већ из уместо тога само набраја.⁴⁷ Међутим, листа финансијских инструмената садржана у овом закону не садржи финансијски инструмент – право на стицање удела. Дакле, Закон о тржишту капитала ни на једном месту не помиње финансијски инструмент – право на стицање удела, већ је регулатива овог инструмента смештена у Закону о привредним друштвима. Но, и без озбира на то што се детаљније уређење овог финансијског инструмента оправдано налази у Закону о привредним друштвима, чини се потребним да овај финансијски инструмент буде, барем на нивоу појма, поменут и у Закону о тржишту капитала као свом матичном закону.⁴⁸ Непомињање финансијског инструмента – права на стицање удела чини се неприхватљивим нарочито имајући у виду да је важећи Закон о тржишту капитала донет након доношења измена Закона о привредним друштвима. Стога се чини оправданим да се *de lege ferenda*, приликом евентуалних измена Закона о тржишту капитала размишља у предложеном правцу.

Даље, на основу дефиниције права на стицање удела може се закључити да законодавац овај финансијски инструмент одређује као

⁴⁵ Законодавац, међутим, није прописао рок у ком је друштво у обавези да на основу формираног резервисаног сопственог удела изда финансијски инструмент – право на стицање удела. Видети у Владимир Саичић, „Резервисани сопствени удео и право на стицање удела као новине у Закону о привредним друштвима“, *Пословни саветник*, <https://www.poslovnisavetnik.net/wp-content/uploads/2020/02/757.pdf> 2/12/2023.

⁴⁶ Чл. 159в, ст. 1 Закона о привредним друштвима.

⁴⁷ Видети чл. 2, ст. 19 Закона о тржишту капитала, *Службени Гласник РС*, бр. 129/2021.

⁴⁸ Закон о привредним друштвима једино упућује на примену појединих одредби Закона о тржишту капитала, тако што каже: „на финансијски инструмент - право на стицање удела, примењују се одредбе закона којим се уређује тржиште капитала које се односе на Централни регистар, депо и клиринг хартија од вредности“ - Чл. 159в, ст. 3 Закон о привредним друштвима.

непреносиви. Чланом 159в ставом 2 Закона о привредним друштвима додатно је одређено да „Финансијски инструмент - право на стицање удела не може бити предмет залогe, нити предмет наслеђивања“.⁴⁹ Ово, чини се, како би се омогућило да право из овог финансијског инструмента (право на стицање удела) остане „у рукама“ имаоца којем је друштво финансијски инструмент издало и наменило. Логика којом је законодавац био вођен може се сматрати исправном, имајући у виду да је крајња идеја издавања финансијских инструмената управо у томе да права из њих остану непреносива, те да уделе у друштву стекну она лица које је само друштво желело да укључи у своје власништво.

Треће, издавалац финансијског инструмента – права на стицање удела је увек друштво са ограниченом одговорношћу. *A contrario*, осталим формама привредних друштава је онемогућено да, за потребе реализације ESOP – а емитују овај финансијски инструмент.

Четврто, финансијски инструмент – право на стицање удела свом имаоцу даје право да одређеног дана, који се означава као дан доспећа, стекне уделе у друштву по цени која је унапред утврђена. Дакле, стицање удела на основу издатог финансијског инструмента је ствар одлуке имаоца тог инструмента. Начин на који законити имаоца овог финансијског инструмента остварује своје право одређен је законом, а о чему ће касније бити речи. Такође, у деловима који долазе биће речи и о правним последицама одлуке законитог имаоца да о доспелости финансијског инструмента не врши своје право.

Најзад, како се могло до сада и приметити, из законске дефиниције права на стицање удела не може се закључити која лица могу бити имаоци (стицаоци) овог финансијског инструмента. Уосталом, и све остале законске одредбе у вези са овим питањем садрже уопштене формулације „законити имаоца финансијског инструмента“, не дефинишући ближе ко се у том својству може наћи. Како је већ поменуто, идеја увођења финансијског инструмента – права на стицање удела, па и института резервисаног сопственог удела, огледала у омогућавању реализације ESOP-а у контексту друштава са ограниченом одговорношћу. Но, без обзира на то, законодавац је, уместо да законитог имаоца дефинише тако да се ови финансијски инструменти могу издавати само запосленима, користио општу формулацију којом је неосновано и неоправдано проширио домен примене овог института.

⁴⁹ Исто, чл 159в, ст. 2.

У Образложењу Нацрта измена и допуна Закона о привредним друштвима наведено да се идеја усвајања измена огледа у омогућавању награђивања запослених, али и менаџмента и појединих трећих лица (консултаната, инвеститора и сл.).⁵⁰ Ипак, све и да се проширење домена примене овог закона прихвати у корист менаџмента и спољних консултаната друштва, чини се да би у законодавац требало прецизније одредити појам законитог имаоца, тако да се *pro futuro* сигурно избегну злоупотребе, те ризици издавање финансијских инструмената и лицима која немају никакве везе са друштвом. Другим речима, чини се да би *de lege ferenda* требало размишљати у правцу отклањања постојећег пропуста, тако да се могућност стицања овог финансијског инструмента „резервише“ искључиво за запослене, менаџмент, те евентуално блиске спољне сараднике привредног друштва, који би се, укључивањем у власништво над друштвом, стимулисали да делају у његовом што бољем интересу.⁵¹

До тада, за сужавање круга потенцијалних законитих ималаца финансијског инструмента – права на стицање удела, чини се да би од користи могла бити већ одредба из члана 282, ст. 3, тач. 4 Закона о привредним друштвима. Поменутом одредбом законодавац предвиђа списак лица којима друштво може расподелити стечене сопствене акције, те помиње запослене у друштву и повезаном друштву, као и чланове органа управе друштва.⁵² Имајући у виду *ratio* наведене одредбе, а који се огледа у стимулисању запослених и менаџмента да што адекватније обављају своју дужност, чини се да би њена аналогна примена тренутно (до евентуалног спровођења сугерисаних измена) могла да послужи као добра опција за превазилажење уочене мањкавости постојеће законске формулације.

4.2.3.2. Издавање финансијског инструмента – права на стицање удела

Како је већ поменуто, након формирања резервисаног сопственог удела, друштву је омогућено да емитује финансијски инструмент

⁵⁰ Видети *Образложење нацрта Закона о изменама и допунама Закона о привредним друштвима*, <https://privreda.gov.rs/sites/default/files/documents/2021-08/OBRAZLOZENJE-NACRTA-ZAKONA-O-IZMENAMA-I-DOPUNAMA-ZAKONA-O-PRIVREDNIM-DRUSTVIMA.pdf> 1/12/2023.

⁵¹ Tomislav Popović, *Serbia: Employee stock options in limited liability companies*, <https://bdkadvokati.com/serbia-employee-stock-options-in-limited-liability-companies/> 6/12/2023.

⁵² Чл. 282, ст. 3, тач. 4 Закона о привредним друштвима.

– право на стицање удела, а који свом имаоцу даје право да из резервисаног сопственог удела стекне одређени проценат учешћа у основном капиталу друштва.⁵³ Најпре је на овом месту потребно нагласити да се на основу једног резервисаног сопственог удела може емитовати више финансијских инструмената. Међутим, сви финансијски инструменти који потичу из исте емисије дају својим имаоцима исти корпус права.⁵⁴

Најпре, то значи да сви имаоци финансијских инструмената имају право на стицање једнаког процента удела у основном капиталу друштва. Даље, услови за поништење финансијских инструмената пре доспелости исти за све имаоце. Такође, имаоци финансијских инструмената издатих на основу истог резервисаног сопственог удела једнаки су и по питању дана доспећа, те рока за плаћање цене. Другим речима, „све емисије финансијског инструмента - право на стицање удела из једног резервисаног сопственог удела имају исти дан доспећа и исти рок за плаћање цене“.⁵⁵

На крају, сви имаоци финансијског инструмента право на стицање удела из једне емисије плаћају исту цену за стицање сопственог удела. Закон не познаје никаква ограничења у погледу цене; то значи да је привредно друштво слободно да цену одреди као сасвим симболичну, далеко испод тржишне, али да такође цену може одредити тако да више одговара тржишним условима. Јасно је, међутим, да одређивање ниже цене представља и већи подстицај за имаоца финансијског инструмента да цену и плати и тиме стекне удео у друштву.

Одлуку о емисији финансијског инструмента – права на стицање удела доноси скупштина друштва са ограниченом одговорношћу. Изузетно, интерним актима друштва (оснивачким актом односно статутом друштва) надлежност за доношење ове одлуке може бити поверена и неком другом органу.⁵⁶

Даље, законом је прописана тачна садржина одлуке, односно елементи које она нарочито мора да садржи.⁵⁷ Скупштинска одлука о емисији права на стицање удела може, поред прописаних, садржати и друге податке, што значи да је друштво у могућности да још детаљније уреди фазу стицања овог финансијског инструмента, али и касније фазе реализације права које је у њему садржано, као и правне

⁵³ Исто, чл. 159г, ст 2, тач. 4.

⁵⁴ Исто, чл. 159г, ст. 3.

⁵⁵ Исто, чл. 159г, ст. 4.

⁵⁶ Чл. 159г, ст. 1 Закона о привредним друштвима.

⁵⁷ Исто, чл. 159в, ст. 2.

последнице остваривања тог права. Као нарочито занимљива истиче се могућност да друштво у самој одлуци предвиди услове према којима је могуће поништити финансијски инструмент и пре дана доспећа. Основано се може претпоставити да је ова могућност уведена како би се унапред регулисале ситуације када однос између лица на које финансијски инструмент гласи и привредног друштва – издаваоца постаје пољубан, или чак непријатељски. Са друге стране, на овај начин се може и спречити да лице које више није запослено у привредном друштву-издаваоцу стекне удео у друштву и утиче на његово пословање.

Друга фаза поступка одвија се пред Централним регистром хартија од вредности.⁵⁸ По доношењу одлуке, друштво је у обавези да у року од пет радних дана одлуку достави Централном регистру ради вршења регистрације овог финансијског инструмента и његовог законитог имаоца.⁵⁹ Окончањем поступка регистрације, лица којима су издати и регистровани финансијски инструменти били намењени, коначно постају њихови законити имаоци. О правним последицама стицања финансијског инструмента – права на стицање удела, биће речи у делу који следи.

На основу јавно доступних података, видљиво је да се могућношћу издавања финансијског инструмента право на стицање удела користи прилично мали број привредних друштава – ради се о укупно 16 привредних друштава.⁶⁰ Будући да су подаци доступни на интернет станици Централног регистра хартија од вредности само они који су релеватни у конкретном тренутку претраге, укупан број друштава која су користила ову законску могућност од априла 2020. године вероватно је и већи, али је могуће да су финансијски инструменти у међувремену већ доспели и плаћени. Према подацима доступним у тренутку писања рада, највећи број издатих финансијских инструмената одиста и има веома симболичну цену – 1 динар, 100 динара, 1000 динара, али има и оних чија је цена нешто виша, и износи 275000 динара.⁶¹ Што се

⁵⁸ Milan Marinković, *Participacija zaposlenih u vlasništvu kompanije: Vodič za ESOP strukture u Republici Srbiji. Finansijski instrument – pravo na sticanje udela*, <https://startup.gov.rs/wp-content/uploads/2023/06/Vodic-za-ESOP-strukture-u-Republici-Srbiji.pdf> 5/12/2023.

⁵⁹ Чл. 159г, ст. 5 Закона о привредним друштвима.

⁶⁰ Централни регистар депо, клиринг хартија од вредности, Активно ФИ регистровани у ЦР ХоВ – Право на стицање удела (ПСУ), <http://www.crhov.rs/?Opcija=5&TipHartije=prava> 13/1/2024.

⁶¹ Централни регистар депо, клиринг хартија од вредности, Активно ФИ регистровани у ЦР ХоВ – Право на стицање удела (ПСУ), <http://www.crhov.rs/?Opcija=5&TipHartije=prava> 13/1/2024.

тиче рока доспећа, он се, према тренутно доступним подацима, креће у временском распону од две до четири године од датума издавања.⁶²

4.2.3.3. Правне последице издавања финансијског инструмента – права на стицање удела

Моментом окончања поступка емисије права на стицање удела, лице којем је финансијски инструмент био намењен постаје његов законити ималац. Стицање финансијског инструмента – права на стицање удела повлачи за собом неколико правних последица.

Прво, законитом имаоцу финансијског инструмента онемогућено је да стеченим финансијским инструментом располаже правним пословима *inter vivos* (непреносив је),⁶³ да финансијски инструмент заложе, нити је стечени финансијски инструмент подобан да буде предмет наслеђивања.⁶⁴ Дакле, финансијски инструмент – право на стицање удела строго је везан за личност свог законитог имаоца. Такво решење би се могло оценити као једино исправно, имајући у виду да се сврха издавања овог финансијског инструмента огледа у омогућавању стицања учешћа у основном капиталу под повољнијим (привилегованим) условима. Повољнији услови треба да се односе на тачно одређена лица, која су добијене привилегије на одређени начин заслужила. Супротним решењем, први законити ималац био би у могућности да пренесе финансијски инструмент на било које друго лице, а то би даље значило да, стицањем инструмента, то друго лице стиче и привилеговане услове куповине дела учешћа у основном капиталу друштва, што би било неприхватљиво.

Друго, финансијски инструмент свом законитом имаоцу даје право да одређеног дана, који се означава као дан доспелости, по унапред дефинисаној (привилегованој) цени, купи унапред дефинисан проценат учешћа у основном капиталу.⁶⁵ Цена и проценат учешћа у основном капиталу дефинишу се одлуком о емисији овог финансијског инструмента.⁶⁶ Дан доспећа права на стицање удела такође се

⁶² Исто.

⁶³ Чл. 159в, ст. 1 Закона о привредним друштвима.

⁶⁴ Исто, чл. 159в, ст. 2.

⁶⁵ Цена удела коју плаћају запослени углавном је нижа од цене по којој се удели иначе продају. Проблем је, међутим, одредити која је то уобичајена цена удела конкретног друштва, имајући у виду да се њима не тргује на берзи. Tomislav Popović, *Serbia: Employee stock options in limited liability companies*, <https://bdkadvokati.com/serbia-employee-stock-options-in-limited-liability-companies/> 6/12/2023.

⁶⁶ Законодавац није прописао да ли се цена за стицање удела мора платити у новцу, или је, пак, могућа и „исплата“ у натури - Tomislav Popović, *Serbia: Employee stock options in*

одређује самом одлуком о емисији. Изузетно, законом су прописани случајеви у којима право на куповину удела доспева у моменту који претходи дану назначеном у одлуци о емисији као дан доспелости. Реч је о случајевима ликвидације, статусне промене, те промене правне форме друштва са ограниченом одговорношћу.⁶⁷

Моментом наступања доспелости финансијског инструмента, законити ималац пред собом има две могућности – да реализује право на стицање удела, или, пак, да од тога одустане. Уколико законити ималац жели да оствари право на стицање удела, у обавези је да исплати цену за стицање удела у року одређеном у одлуци о емисији.⁶⁸ Исплатом цене о року, сматра се да је законити ималац пристао да стекне удео у основном капиталу друштва.⁶⁹ Дакле, конклюдентна радња исплате цене сматра се прећутним пристанком на реализацију права на стицање удела.

По исплати цене, друштво је дужно да пред Централним регистром иницира поступак исписа финансијског инструмента ради стицања удела,⁷⁰ те да такође код Агенције покрене поступак за регистрацију удела на име дотадашњег законитог имаоца финансијског инструмента. Регистрацијом удела, поступак укључивања у власништво је окончан, имајући у виду да је некадашњи законити ималац финансијског инструмента сада стекао својство имаоца удела друштва (својство члана друштва).

Уколико, пак, законити ималац у року за исплату цене не изврши дату исплату, приступиће се поништењу његовог финансијског инструмента.⁷¹ Изузетно, под условима дефинисаним одлуком о емисији, финансијски инструменти се могу поништити и пре наступања доспелости.⁷² У сваком случају, било да се финансијски инструменти

limited liability companies, <https://bdkadvokati.com/serbia-employee-stock-options-in-limited-liability-companies/> 6/12/2023.

⁶⁷ Видети члан 159е Закона о привредним друштвима.

⁶⁸ Рок за исплату цене дефинише се одлуком о емисији финансијског инструмента – права на стицање удела, али мора се кретати у законом постављеним границама Исто, Чл. 159г ст. 2, тач. 5 и чл. 159е, ст. 2.

⁶⁹ Исто, чл. 159д, ст. 3.

⁷⁰ Исто, чл. 159д, ст. 5.

⁷¹ Исто, чл. 159д, ст. 1, тач. 2, подт. 1.

⁷² Исто, чл. 159д, ст. 1, тач. 2, подт. 2. У случају да је до поништења пре доспелости дошло неосновано, „лице коме је финансијски инструмент - право на стицање удела неосновано поништен пре дана доспећа има право на исплату накнаде у висини тржишне вредности удела који би ималац финансијског инструмента - право на стицање удела имао право да стекне на дан доспећа финансијског инструмента - право на стицање удела, умањену за износ цене...“ – Исто, чл. 159ж, ст. 4.

поништавају због неплаћања цене или, пак, из разлога прописаних у одлуци о емисији, по донетој одлуци о поништају финансијског инструмента,⁷³ друштво је дужно да код Централног регистра иницира поступак исписа овог финансијског инструмента.⁷⁴

4.2.3.4. Правне последице (не)реализације права на стицање удела

Као што је већ речено, регистрацијом у АПР, некадашњи законици ималац финансијског инструмента постао је члан друштва.⁷⁵ Дакле, моменат реализације права на стицање удела временски се поклапа са моментом стицања својства власника друштва, а до чега долази уписом у регистар АПР-а.

Како је врло вероватно да је својство члана стечено по нижој цени,⁷⁶ могло би се рећи да је друштво, чином омогућавања привилегија, лицу које је привилеговано стекло учешће у његовом основном капиталу пружио финансијску подршку. Имајући у виду да српско компанијско законодавство забрањује сваки вид пружања финансијске подршке за стицање својих удела,⁷⁷ законодавац је морао да изричитом одредбом предвиди изузетак, тако да се давање могућности законитим имаоцима финансијских инструмената да уделе у друштву стичу по привилегованим ценама не сматра пружањем финансијске подршке.⁷⁸ Законодавац је то и учинио, што делује као адекватно решење, имајући у виду сврху издавања права на стицање удела по повољнијим ценама.⁷⁹

Осим што се може реализовати, финансијски инструмент се може и поништити. У закону су нормирана два случаја у којима се

⁷³ Исто, чл. 159д, ст. 4.

⁷⁴ Чл. 159д, ст. 5 Закона о привредним друштвима.

⁷⁵ Milan Marinković, *Participacija zaposlenih u vlasništvu kompanije: Vodič za ESOP strukture u Republici Srbiji. Finansijski instrument – pravo na sticanje udela*, <https://startup.gov.rs/wp-content/uploads/2023/06/Vodic-za-ESOP-strukture-u-Republici-Srbiji.pdf> 5/12/2023.

⁷⁶ Цене по којима запослени стичу уделе у послодавцу су углавном симболичне. Видети Централни регистар депо и клиринг хартија од вредности, Активно ФИ регистровани у ЦР ХоВ – Право на стицање удела (ПСУ), <http://www.crhov.rs/?Opcija=5&TipHartije=prava> 13/1/2024; Битно је само да је иста цена важи за све имаоце финансијских инструмената који потичу из исте емисије. Александра Лакић и др. *Холдинг задруга. Предлог модела задружног радничког акционарства у Србији*, Заједничко – Платформа за теорију и праксу друштвених добара, Београд 2023, стр. 21.

⁷⁷ Чл. 154 Закон о привредним друштвима.

⁷⁸ Видети Вук Радовић, „Пружање финансијске подршке за стицање својих акција“, нав. дело, стр. 197-198.

⁷⁹ Чл. 159д, ст. 9 Закона о привредним друштвима.

овај финансијски инструмент поништава. Први случај тиче се поништаја услед неплаћања цене у законом прописаном року.⁸⁰ Други случај односи се на ситуацију када се стекну услови за поништај пре доспелости предвиђени самом одлуком о емисији овог финансијског инструмента.⁸¹ О правним последицама поништења већ је било речи у претходном одељку. На овом месту се, међутим, може поставити и питање шта се догађа са резервисаним сопственим уделом у случају да се пониште финансијски инструменти који су по основу њега издати?

За одговор на питање правне судбине резервисаног сопственог удела услед поништаја финансијских инструментата, треба правити разлику између две ситуације. Наиме, поништењем финансијских инструмената може доћи до два сценарија. У првом сценарију, целокупан резервисани сопствени удео остаје неискоришћен (на пример, ни један финансијски инструмент није реализован). Други сценарио огледа се у појави делимично неискоришћеног резервисаног сопственог удела.

Законодавац регулише ситуацију у којој је *део* резервисаног сопственог удела остао неискоришћен. Другим речима, законодавац нормира правну судбину „*преосталог* (нагласиле ауторке) неискоришћеног дела резервисаног сопственог удела“.⁸² У наведеној одредби, међутим, остављене су одређене нејасноће и недоследности, те у том смислу није најјаснији домен њене примене.

Једино је извесно и неспорно да под домен примене поменуте одредбе не потпада ситуација када друштво на основу резервисаног сопственог удела не изда ни један финансијски инструмент. Ово из разлога што је описана ситуација недвосмислено посебно регулисана одредбом из члана 159а става 9 Закона о привредним друштвима, према којој друштво може или да резервисани сопствени удео поништи, или, пак, да га подели на више нових резервисаних сопствених удела.⁸³

Осим поменуте, свака друга ситуација до које у пословној пракси објективно може доћи, оправдано може створити дилеме и нејасноће. Конкретније, није сасвим јасно шта треба подразумевати под „*преосталим неискоришћеним делом резервисаног сопственог удела*“. Циљним и логичким тумачењем законских одредби могло би се

⁸⁰ Исто, чл. 159д, ст. 1, тач. 2, подт. 1.

⁸¹ Исто, чл. 159д, ст. 1, тач. 2, подт. 2.

⁸² Видети чл. 159ђ, ст. 1 Закона о привредним друштвима.

⁸³ Исто, чл. 169, ст. 9.

закључити да се неискоришћени део резервисаног удео може јавити у следећим ситуацијама:

- када друштво приликом издавања финансијског инструмента – право на стицање удела није обухватило целокупан резервисани сопствени удео. Ова могућност изводи се из одредбе чл. 159г ст. 2 тач. 4, према којој одлука о издавању финансијског инструмента обавезно садржи и проценат удела који има лац финансијског инструмента има право да стекне у односу на резервисани сопствени удео. Другим речима, издати финансијски инструменти у збиру не морају да достижу 100% резервисаног сопственог удела;
- у случају када је на основу резервисаног сопственог удела издат само један финансијски инструмент који није реализован, или када је по основу њега издато више финансијских инструмента од којих ни један није реализован;
- када је на основу резервисаног сопственог удела издато више финансијских инструмената, од којих су неки реализовани, а неки не;

У првој ситуацији је, дилема је да ли правну судбину дела резервисаног сопственог удела по основу кога нису издати финансијски инструменти треба решавати применом одредбе из чл. 159а ст. 9 (поништај уз смањење основног капитала или подела на више резервисаних сопствених удела), или чл. 159ђ (поништај уз смањење основног капитала или коришћење резервисаног сопственог удела за будуће емисије). Чини се да се могу наћи аргументи у прилог примени обе одредбе. Оправдање примене чл. 159а ст. 9 огледа се у чињеници да по преосталом делу резервисаног сопственог удела финансијски инструменти уопште *нису издати*. Аргументи који говоре у прилог евентуалне могућности примене одредбе из чл. 159ђ тичу се чињенице да је неискоришћен остао *део* резервисаног суопственог удела. Уколико би се друштво определило да део резервисаног сопственог удела поништи, питање меродавности било би практично ирелевантно. Међутим, постављено питање добија на практичној важности у контексту друге могуће правне последице.. Са једне стране, оптирање за прво решење (чл. 159а, ст. 9) значило би могућност поделе преосталог резервисаног удела, што би даље давало друштву могућност емисије финансијских инструмената са различитим корпусима права. Са друге стране, пак, опредељивање за другу опцију (чл. 159ђ) значило би само могућност коришћења (неискоришћеног) резервисаног удела за будуће емисије,

без могућности поделе, те самим тим и без могућности емисије финансијских инструмената који се међусобно разликују.⁸⁴

Дилема је идентична и у погледу друге ситуације. Наиме, када је на основу резервисаног удела издат финансијски инструмент (или више њих), али је његова (њихова) реализација изостала, по њиховом поништењу поставља се питање да ли ће се правна судбина резервисаног сопственог удела решавати применом одредбе из чл. 159а ст. 9, или, пак, чл. 159ђ. Имајући у виду да се у описаном случају ради о *потпуно* неискоришћеном резервисаном сопственом уделу (ни један финансијски инструмент није реализован), језичким тумачењем чл. 159ђ (који говори о преосталом неискоришћеном *делу* резервисаног сопственог удела) чини се да би могло навести на закључак да у датој ситуацији нема места примени ове одредбе. Међутим, чињеница је да је резервисани удела остао неискоришћен због *нереализације* права из издатих финансијских инструмената, а не због њиховог *неиздавања*. Отуда би се ипак могло наћи оправдање и за евентуалну примену одредбе из чл. 159ђ.

Најзад, за разлику од претходне две, трећа ситуација чини се неспорном. Наиме, у случају када је на основу једног резервисаног сопственог удела издато више финансијских инструмената, од којих су неки реализовани, а неки нису, нема дилеме да у обзир искључиво долази примена одредбе из чл. 159ђ. То значи да ће се у описаној ситуацији најпре поништити финансијски инструменти који су остали нереализовани.⁸⁵ Након тога, неискоришћени део резервисаног сопственог удела моћи ће или да се поништи, или да се искористи за будуће емисије финансијских инструмената.⁸⁶ Оптирање за поништај неискоришћеног дела резервисаног сопственог удела нужно повлачи за собом и обавезу друштва да спроведе поступак смањења основног капитала.⁸⁷

У сваком случају, закључак је да је питање меродавног правила неспорно искључиво у ситуацији када на основу резервисаног сопственог удела није издат ни један финансијски инструмент, као и у ситуацији када је издато више финансијских инструмената од којих су неки реализовани а неки нису. Преостале ситуације захтевају *de lege*

⁸⁴ Ово из разлога што „Све емисије финансијског инструмента - право на стицање удела из једног резервисаног сопственог удела имају исти дан доспећа и исти рок за плаћање цене“ - Чл. 159г, ст. 4 Закона о привредним друштвима.

⁸⁵ Чл. 159д, ст.1, тач. 2, подт. 1 Закона о привредним друштвима.

⁸⁶ Видети исто, чл. 159ђ, ст. 1.

⁸⁷ Видети исто, чл. 159ђ, ст. 2.

ferenda корекције, а све ради елиминисања могућих дилема у погледу начина попуњавања постојећих правних празнина.

5. ЗАКЉУЧНА РАЗМАТРАЊА

На основу свега до сада наведеног може се закључити следеће. Увођење измена Закона о привредним друштвима у правцу омогућавања запосленима да уђу у власништво над друштвом са ограниченом одговорношћу – послодавцем, оцењује се као добар почетак, те корак напред у правцу развоја ESOP аранжмана у Републици Србији. Ипак, чини се да је српски компанијски законодавац потребно да предузме даље кораке у правцу спровођења корекција одређених мањкавости правних решења.

Најпре, неопходно је, чини се, макар на нивоу појма, да финансијски инструмент – право на стицање удела буде поменут (дефинисан) Законом о тржишту капитала као матичним законом. Такође, чини се корисним да се *de lege ferenda* размишља у правцу увођења одређених (условљених) пореских погодности у контексту обавезе плаћања пореза на капитални добитак. Најзад, чини се да је законодавац решењем којим је друштвима омогућено да финансијски инструмент – право на стицање удела издају свима, проширио круг законитих ималаца овог финансијског инструмента. Ради омогућавања да његово издавање служи сврси увођења овог правног института (а то је подстицање запослених на што квалитетнији ангажман), нужно је да се појам „законити ималац“ *de lege ferenda* сузи, тако да обухвати искључиво запослене, те евентуално менаџмент и блиске спољне сараднике друштва. Само на тај начин онемогућавају се злоупотребе, те се обезбеђује да домаћа позитивноправна ESOP регулатива функционише на најадекватнији начин.

ЛИТЕРАТУРА

Вишекруна Александра, „Особености корпоративног управљања у породичним друштвима“, *Право и привреда*, Удружење правника у привреди Републике Србије и Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, бр. 57(4-6)/2019, 364-379;

Вишекруна Александра, „Радни односи у стечају“, *Годишњак факултета правних наука*, Паневропски универзитет Апеирон, Бања Лука, бр. 6(6)/2016, 194-208;

Јовановић Небојша, Радовић Вук и Радовић Мирјана, *Компанијско право*, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, 2021;

Јоксимовић Душан, Павловић Владан и Митић Марија, „Стицање сопствених акција у Србији: мотиви и ефекти“, *Анали Економског факултета Суботици*, Економски факултет у Суботици, Суботица, бр. 33/2015, 401-414;

Лакић Александра, Савановић Александра, Кнежевић Бојовић Ана, Рељановић Марио и Кончар Лара, *Холдинг задруга. Предлог модела задружног радничког акционарства у Србији*, Заједничко – Платформа за теорију и праксу друштвених добара, Београд, 2023;

Лакићевић Снежана, „Радничко акционарство и партиципација“, *Правни записи*, Правни факултет Универзитета Унион у Београду, Београд, бр. 2/2016, 367-385;

Радовић Вук, „Пружање финансијске подршке за стицање својих акција“, *Правни живот*, Удружење правника Србије, Београд, бр. 12/2017, 183-212;

Радовић Вук, *Стецајно право*, књига прва, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, 2017;

Blasi Joseph, Kruse Douglas, Sesil James and Kroumova Maya, “An assessment of employee ownership in the United States with implications for the EU”, *The International Journal of Human Resource Management*, No. 14(6), 2003, 893-919;

Blasi Joseph, Kruse Douglas and Freeman Richard B., “Broad-based employee stock ownership and profit sharing: History, evidence, and policy implications”, *Journal of Participation and Employee Ownership*, Vol. 1, No. 1, 2018, 38-60;

Ellerman David, Gonza Tej and Berkopec Gregor, *European ESOP: The main structural features and pilot implementation in Slovenia*, Institute for economic democracy, Ljubljana 2022;

Goldman Arnold J. and Digismond DI William D., *Business Law: Principles and Practices*, South-Western Cengage Learning, 2011;

Gonza Tej and Ellerman David, “Using ESOPs to Democratize Labor-Based Platforms”, *Challenge*, Vol. 65, No. 1–2, 2022, 34–48;

Gonza Tej, Ellerman David, Berkopec Gregor, Zgdank Tea and Siroka Timotej, “Marcora for Europe: How Worker-Buyouts Might Help Save Jobs and Build Resilient Businesses”, *European State Aid Law Quarterly (ESTAL)*, No. 1, 2021, 61-73;

James Sesil Jaes C., Kroumova Maya K., Kruse Douglas L. and Blasi Joseph R., “Broad-Based Employee Stock Options in the U.S. - Company Performance and Characteristics”, *Management Revue* Vol. 18, No. 1, 2007, 5-22;

Jones Derek C. and Kato Takao, “The Productivity Effects of Employee Stock-Ownership Plans and Bonuses: Evidence from Japanese Panel Data”, *The American Economic Review*, Vol. 85, No. 3, 1995, 391-414;

Klein Katherine J., “Employee Stock Ownership and Employee Attitudes: A Test of Three Models”, *Journal of Applied Psychology Monograph*, Vol. 72, No. 2, 1987, 319-332;

LeRoy Miller Roger and Cross Frank B., *Business Law - Alternate Edition: Text and Summarized Cases 2*, South-Western Cengage Learning, 2013;

Livingston Thomas D. and Henry James B., “The Effect of Employee Stock Ownership Plans on Corporate Profits”, *The Journal of Risk and Insurance*, Vol. 47, No. 3, 1980, 491-505;

Mygrind Niels, “Overcoming barriers of employee ownership in France, Italy, Spain, the UK and the US”, *Journal of Participation and Employee Ownership*, Vol. 6, No. 3, 2023, 230-263;

Mygrind Niels and Poulsen Thomas, “Employee ownership – pros and cons – a review”, *Journal of Participation and Employee Ownership*, Vol. 4, No. 2, 2021, 136-173;

Poutsma Erik, *Recent trends in employee financial participation in the European Union*, Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg, 2001;

Poutsma Erik, Lightart Paul E. M. and Schouteten Roel, “Employee share schemes in Europe: The influence of US multinationals”, *Management Revue*, Vol. 16, No. 1, 2005, 99-122;

Sangsoo Park and Song Moon H., “Employee Stock Ownership Plans, Firm Performance, and Monitoring by Outside Blockholders”, *Financial Management*, Vol. 24, No. 4, 1995, 52-65;

Scholes Myron S. and Wolfson Mark A., *Employee Stock Ownership Plans and Corporate Restructuring: Myths and Realities*, Working Paper 3094, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 1989.

Voiculescu Nicolae, “Financial Employees Participation in Enterprises and the Requirements of a Real Democracy at Work”, *Conferinta Internationala de Drept, Studii Europene si Relatii Internationale*, No. 6, 2018, 191-197;

ПРАВНИ ИЗВОРИ

Закон о иновационој делатности, *Службени гласник РС*, бр. 129/2021;

Закон о привредним друштвима, *Службени гласник РС*, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014 - др. закон, 5/2015, 44/2018, 95/2018, 91/2019 и 109/2021.

Закон о тржишту капитала, *Службени Гласник РС*, бр. 129/2021.

ИНТЕРНЕТ ИЗВОРИ

Адвокатска канцеларија Пекић, *Право на стицање удела у Србији (енг. Vesting)*, <https://attorney.rs/cp/vesting-esop-u-srbiji-pravo-na-sticanje-udela/> (5.12.2023.);

Образложење нацрта Закона о изменама и допунама Закона о привредним друштвима, <https://privreda.gov.rs/sites/default/files/documents/2021-08/OBRAZLOZENJE-NACRTA-ZAKONA-O-IZMENAMA-I-DOPUNAMA-ZAKONA-O-PRIVREDNIM-DRUSTVIMA.pdf> (1.12.2023.);

Саичић Владимир, „Резервисани сопствени удео и право на стицање удела као новине у Закону о привредним друштвима“, *Пословни саветник*, <https://www.poslovnisavetnik.net/wp-content/uploads/2020/02/757.pdf> (2.12.2023.);

Стојковић Лазар, *Опције на акције – зашто стартапи дају уделе запосленима и како то функционише?* <https://startit.rs/opcije-na-akcije-zasto-startapi-daju-udele-zaposlenima-i-kako-to-funkcionise/> (10.12.2023.);

Централни регистар депо и клиринг хартија од вредности, Активно ФИ регистровани у ЦР ХоВ – Право на стицање удела (ПСУ), <http://www.crhov.rs/?Opcija=5&TipHartije=prava> (13. 1. 2024.);

European Federation of Employee Share Ownership, *A Generic ESOP. Employee Share Plan For Europe*, <https://www.efesonline.org/>

LIBRARY/2020/A%20Generic%20ESOP%20Employee%20Share%20Plan%20for%20Europe.pdf (15.12.2023.);

Hobbs Joel, “Employee Stock Ownership Plans (ESOPs), Including S Corporation ESOPs and Anti Abuse Measures”, *Internal Revenue Service Tax Exempt and Government Entities*, <https://docplayer.net/11275187-Chapter-8-esops-chapter-8-employee-stock-ownership-plans-esops-including-s-corporation-esops-and-anti-abuse-measures.html> (10.12.2023.);

Kruse Douglas, *Does employee ownership improve performance? Employee ownership generally increases firm performance and worker outcomes*, <https://wol.iza.org/articles/does-employee-ownership-improve-performance/long#:~:text=Employee%20ownership%20is%20linked%20to%20better%20company%20performance,leading%20to%20lower%20unemployment%20in%20the%20overall%20economy> (10.12.2023.);

Marinković Milan, *Participacija zaposlenih u vlasništvu kompanije: Vodič za ESOP strukture u Republici Srbiji. Finansijski instrument – pravo na sticanje udela*, <https://startup.gov.rs/wp-content/uploads/2023/06/Vodic-za-ESOP-strukture-u-Republici-Srbiji.pdf> (5. 12. 2023.);

Milošević Law Firm, *Nemo postojanje akcionarskih društava u Srbiji*, <https://milosevic-law.rs/nemo-postojanje-akcionarskih-drustava-u-srbiji/> (16.1.2024.);

National Center for Employee Ownership, *How an Employee Stock Ownership Plan (ESOP) Works*, <https://www.nceo.org/articles/esop-employee-stock-ownership-plan> (10.12.2023.);

Popović Tomislav, *Serbia: Employee stock options in limited liability companies*, <https://bdkadvokati.com/serbia-employee-stock-options-in-limited-liability-companies/> (6.12.2023.);

Startup Portal, *Vodič za startape za prikupljanje kapitala*, <https://startup.gov.rs/baza-znanja/vodic-za-startape-za-prikupljanje-kapitala/?rstr=cyr> (5.12.2023.);

Transactional Law Clinic Collaborative, *ESOPS*, <https://www.wcl.american.edu/academics/experientialedu/clinical/theclinics/elc/tlcc/for-businesses-nonprofits/esops-info-sheet/> (10. 12. 2023.);

Milena Momčilov
Ana Knežević Bojović

RESERVED OWN SHARE AND FINANCIAL INSTRUMENT
– SHARE PURCHASE RIGHT: MECHANISMS FOR THE
REALIZATION OF THE ESOP IN THE REPUBLIC OF SERBIA

Resume

The possibility of introducing employees into ownership of the employer in the Republic of Serbia was significantly limited by 2020. Amendments to the Company Act introduced the possibility of including employees into the ownership of a limited liability company. The subject of this paper is the analysis of the newly introduced legal institutes: reserved own share and financial instrument – share purchase right. These are institutes introduced with the idea of involving employees in the ownership of the employer. By analyzing the aforementioned institutes, authors seek to notice the positive and negative sides of the relatively new regulations, and suggest *de lege ferenda* corrections, in order to enable unhindered functioning of the ESOP arrangement.

Keywords: reserved own share, financial instrument – share purchase right, ESOP arrangement, employee ownership, limited liability company, Company Act.